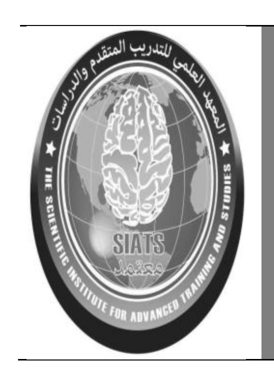


SIATS Journals

Journal of Human Development and Education for specialized Research

(JHDESR)

Journal home page: http://www.siats.co.uk



مجلة التنمية البشرية والتعليم للأبحاث التخصصية

العدد 4، المجلد 1 ، أكتوبر 2018م.

e ISSN 2462–1730

أثر السندات وحوالات الخزينة في التنمية الاقتصادية في العراق

The Effect of Bonds and Treasury Remittances in the Economic

م. سونيا آرزروني وارتان

جامعة البصرة/ مركز دراسات البصرة والخليج العربي/قسم الدراسات الاقتصادية

soniaarzrany@gmail.com

م.م. ياسمين نجم عبد الله

جامعة البصرة/ كلية الإدارة والاقتصاد/قسم ادارة الاعمال

1439هـ–2018م

ARTICLE INFO
Article history:
Received 1/9/2017
Received in revised form 25/9/2017
Accepted 11/12/2017
Available online 15/10/2018
Keywords:
Insert keywords for your paper

Abstract

The Effect of Bonds and Treasury Remittances in the Economic

Bonds or treasury bills are one of the internal borrowing means it was first released in (1947) and issued by the law of the legislature. The reason of their issuance by law is being a financial burden on state represented in the payment of loan principal and its interests at time of its maturing and to the traditional relevance which is connected to the tax as a deferred tax to which the state resorts in order to obtain the necessary funds to repay the loan. Its issuance would be according to direct and indirect subscriptions method and selling in the stock market (stock exchange) and sell by bidding. Accordingly the reason behind issuing such bonds lies at reducing inflation in terms of holding part of the cash loan at individuals and institutions , strengthening and maintaining the economic, political and military capacity of the state, etc; and the consequent multiple economic effects on economic development including the rivalry of financial investment to productive investment in kind ,thus the negative impact on the volume of real investment and converting the central bank of Iraq into a financing project institution which replaces the investment budget. Then canceling the monetary authority and its functions in the case of expansion in accepting more treasury remittances and replace them with mandatory reserve in order to finance projects of different ministries. So the target of the research is to study the theoretical framework of treasury bonds, and the reason for their issuance and its effects on the economic development.



الملخص:

تعد سندات أو أذونات الخزينة أحدى وسائل الاقتراض الداخلي وكان أول إصدار لها في عام (1947)، اذ صدرت بقانون من السلطة التشريعية، و يعود السبب في "إصدارها بموجب قانون" الى كونها عبء مالي على الدولة يتمثل في دفع أصل القرض وفوائده عند استحقاقه، والى العلاقة التقليدية التي تربطه بالضريبة بوصفه "ضريبة مؤجلة" تلجأ إليها الدولة بغية الحصول على المال اللازم لسداد قيمة القرض، فإصدارها يكون على وفق طريقة الاكتتاب المباشر وغير المباشر والبيع في سوق الأوراق المالية (البورصة) والبيع بالمزايدة، في حين يتم تسديدها من خلال القرعة والقسط السنوي و الشراء من السوق المالية)، وعليه، إن سبب اصدار مثل هذه السندات، يكمن في الحد من التضخم من حيث احتجاز جزء من القرض النقدي" لدى الافراد والمؤسسات" وتعزيز القدرة الاقتصادية والسياسية والعسكرية للدولة والمحافظة عليها،،،الخ) وما يترتب على ذلك من اثار اقتصادية متعددة على التنمية الاقتصادية منها مزاحمة الاستثمار المالي الى الاستثمار الإنتاجي (العيني) ومن ثم التأثير السلبي على حجم الاستثمارات الحقيقية و تحويل البنك المركزي العراقي الى مؤسسة تمويل مشروعات تحل محل الموازنة الاستثمارية ومن ثم الغاء السلطة النقدية ووظائفها في حال التوسع في قبول المزيد من حوالات الخزينة واحلالها محل الاحتياطي الالزامي من اجل تمويل مشاريع لوزارات مختلفة، لذا فان هدف البحث يكمن في دراسة الاطار النظري لسندات الخزينة ،وسبب اصدارها وما لها من اثار على التنمية الاقتصادية في العراق.



المقدمة: تعد سندات الخزينة أو أذوناتها إحدى أهم أدوات الدين العام الحكومي الداخلي، اذ تتمتع الدولة بحرية كاملة لأنها تضع شروط القرض وكيفية سدادها، وعلى وفق قانون الدين العام الذي خول وزارة المالية اصدار حوالات خزينة مضمونة من حكومة العراق، اذ يقوم البنك المركزي العراقي باعتباره وكيلاً مالياً لوزارة المالية بإدارة مزادات حوالات خزينة حكومة العراق نيابة عن وزارة المالية، فقد حددت الاخيرة نظاماً لمزاد حوالات خزينة حكومة العراق، اذ استمر البنك المركزي العراقي من عام (2011) لغاية عام (2015) بإقامة مزادات بآجل (91) يوم فقط، فقد شهدت كل من الحوالات الاصدارية والمبالغ المسددة ارتفاعاً بنسب(8ر38%) و(29%) على التوالي في عام (2015) لرفع مبلغ الاصدارية الواحدة الى (200) مليار دينار مقارنة مع (100) مليار دينار للإصدارية الواحدة في عام (2014)، أمّا حوالات الخزينة لوزارة المالية، فقد سجلت قيمة المبيعات والحوالات المسددة فيها في عام (2013)انخفاضاً بنسب (– 7ر44) و (–2ر45) على التوالي مقارنة مع عام (2012) نتيجة تخفيض مبلغ الاصدارية من (100) مليار دينار الى (80) مليار دينار ومن ثم الى (50) مليار دينار، الا انها قد سجلت ارتفاعاً في عام (2014) بنسب(5ر420%) و(8ر21%) على التوالي مقارنة مع عام(2013)، بسبب رفع مبلغ الاصدارية الى (500) مليار دينار مع اقتصار مبيعات عام (2013) على الاصدارية لآجل (182) يوم فقط، وعلى وفق ذلك يكمن اصدار مثل هذه السندات في الحد من التضخم من حيث احتجاز جزء من القرض النقدي" لدى الافراد والمؤسسات" وتعزيز القدرة الاقتصادية والسياسية والعسكرية للدولة والمحافظة عليها،،،الخ)، وأمّا آثاره على التنمية الاقتصادية، فيتمثل في حرمان القطاع الخاص من الحصول على الموارد الاستثمارية ومن ثم التأثير السلبي على حجم الاستثمارات الحقيقية، وان التوسع في قبول المزيد من حوالات الخزينة واحلالها محل الاحتياطي الالزامي لغرض تمويل مشاريع لوزارات مختلفة، سيحول البنك المركزي العراقي الى مؤسسة تمويل مشروعات تحل محل الموازنة الاستثمارية ومن ثم الغاء السلطة النقدية ووظائفها.

أهمية البحث: ان المصارف المركزية تصدر سندات الخزينة نيابة عن الحكومة من اجل احتياجاتها "الأخيرة" للاقتراض النقدي وسد العجز الوقتي الناجم عن التباطؤ الزمني بين تحصيل إيرادات الموازنة والتزاماتها واجبة الدفع حالاً في الميزانية على الأمد القصير وبأقل المخاطر، مما يتطلب تخصيص الأموال الناجمة عن بيع مثل هذه السندات لغرض النهوض بالعملية التنموية من جهة، وان لا يشكل هذه الأموال عند تسديدها عبئا على الدولة وما لها من اثار اقتصادية من جهة أخرى.



مشكلة البحث: يشكل اصدار سندات الخزينة خطراً على الاحتياطات القانونية الموجودة لدى البنك المركزي ولاسيما بيعها الى الافراد والمؤسسات، وقد يشكل هذا الإصدار آثاراً ما لها من آثار سلبية على التنمية الاقتصادية في حال ان لم يتم انفاقها وتخصيصها للنهوض بالقطاعات الاقتصادية المختلفة، اذ يشكل ذلك عبئا كبيرا على الايرادات العامة للدولة عند تسديدها.

فرضية البحث: تعد سندات الخزينة من القروض الداخلية ويترتب على إصدارها اثار اقتصادية على العملية التنموية.

هدف البحث: يكمن في دراسة سندات الخزينة وسبب إصدارها وما يترتب عليها من آثار على التنمية الاقتصادية.

منهجية البحث: تقسم الدراسة على ثلاث مباحث، اختص الأول بدراسة الإطار النظري لسندات الخزينة وطرق إصدارها، على حين تناول المبحث الثاني مزادات وحوالات البنك المركزي ووزارة المالية، أمّا المبحث الثالث فقد تطرق الى أسباب اصدار سندات الخزينة والاثار الاقتصادية الناجمة عنها على العملية التنموية، واختتمت الدراسة بعدد من الاستنتاجات والمقترحات.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسندات الخزينة

تعد سندات الخزينة أو أذوناتها إحدى أهم أدوات الدين العام الحكومي الداخلي، أي من القروض الداخلية "القروض التي تحصل عليها الدولة من الأفراد والمؤسسات في إقليمها، بغض النظر عن جنسيتهم إن كانوا مواطنين محليين أو أجانب"، علماً أن في مثل هذا النوع من القروض، تتمتع الدولة بحرية كاملة لأنها تضع شروط القرض وكيفية سداده، و لاسيما وان طاقة الدولة على الاقتراض الداخلي اكبر بكثير من طاقتها على الاقتراض من الخارج، لأنها لا تستطيع أن تملي شروطها على دولة أخرى أو على المدخرين خارج حدود إقليمها (الحاج 2010، 261)، فضلاً عن ذلك، فقد تكون سندات الخزينة قصيرة الأجل (لا تزيد عن سنة) أو طويلة الأجل تمتد من (7–30) سنة، ومن ثم فإنها تصدر في تواريخ استحقاق مختلفة من اجل سد حاجات نقدية مؤقتة أو لتغطية عجز حقيقي موسمي في الموازنة العامة للدولة، ولضمان استمرار مثل هذه السندات أو الأدوات في السوق المحلية، فالحكومات تعمل على إصدارها على نحو دوري بمعدل(أسبوع أو أسبوعين) لذا، سيتم التطرق إلى سندات أو أذونات الخزينة من حيث:



أولاً: أنواع السندات

1–أذونات – حوالات الخزينة (الدين السائر): هي نوع من السندات الآنية "سندات دين قصيرة الآجل" تصدرها الحكومة لحاملها ولآجال مختلفة على وفق أشهر كل (3 ، 6 ، 9 ، 12) شهر أو أيام كل (91 ، 182 ، 365) يوم، وبفئات (100) دينار ومضاعفاتها(التميمي وسلام 2004 ، 115)، إذ يتم طرحها في السوق عن طريق البنك المركزي، ويتقدم لخصم هذه الأذونات او السندات جميع العاملين في سوق النقد، ولاسيما وان تداولها يتم من خلال بيعها في المزاد العلني على وفق مبدأ الخصم فهي "تباع بسعر أقل من السعر الرسمي التي تصدر به وكمية هذا الخصم تمثل الفائدة التي يحصل عليها حائزها"، علماً أن قيمتها الاسمية تدفع كاملة عند الاستحقاق (عوض الله والفولي 2003 ،91)،ومن مميزاتها:

- من أكثر أدوات السوق النقدي سيولة وتداولاً يمكن بواسطتها الوصول إلى موارد لا يمكن اقتراضها بواسطة السندات طويلة الأجل ولاسيما وان البنوك والمؤسسات تقبل على استثمار ما لديها من أموال فائضة على نحو مؤقت.
- أكثر أماناً "انخفاض درجة المخاطر" لعدم وجود أي احتمال للاختلاس والاحتيال لأنها مضمونة من البنك المركزي"، فإنها تمنح سعر فائدة منخفضة مقارنة بالسندات الأخرى الصادرة من الحكومة أو الشركات.
- تكون صالحة لإعادة الخصم لدى البنك المركزي في أي وقت.
- تباع عند طرحها في السوق الأولي من خلال عروض شراء تنافسية، إذ تتقدم المؤسسات المالية والشركات الكبرى على شراء كميات من هذه الأذونات من خلال التزايد على أسعارها، ومن ثم تقوم وزارة المالية باختيار أعلى الأسعار ثم الأقل فالأقل حتى تنفذ الكمية المعروضة للبيع.

2–سندات الخزانة (الدين المثبت): يعد السند جزءاً أو حصة من قرض لمدة طويلة يحقق لمشتريه الحصول على عائد سنوي، أي أنها تعد من سندات دين طويلة الأجل وقد تتراوح مدة استحقاقها من (سنة) فأكثر وقد تصل إلى (10) سنوات ويطلق عليها (أوراق نقد الخزانة)، أو قد تتراوح مدة استحقاقها من (10) سنوات فأكثر وقد تصل إلى (40) سنة وتعرف بـ"سندات الخزانة"(السويدي 2002 ،62)، و قد تكون هذه السندات قابلة للاستدعاء من حكومات الدول "كابداء الحكومة رغبتها في استرداد السندات وتعويض أصحابها بما يلائم القيمة السوقية للسند"، ناهيك عن ذلك، فأن التواريخ التي تستطيع الحكومة فيها استدعاء مثل هذه السندات محددة مسبقاً في نشرة إصدار هذه السندات (عبود و سعيد 2014 ،63).



3-شهادات الخزينة (الدين المثبت): اوراق مالية متوسطة الأجل تحمل تواريخ استحقاق ما بين (سنة إلى سبعة سنين)، إذ انها تشبه سندات الخزانة فيما يتعلق بحصول المستثمر على فوائد نصف سنوية.(عبد النبي 2010، 10) .

وفي العراق، وعلى وفق قانون البنك المركزي العراقي المرقم (56) لسنة (2004)، فقد منح البنك المركزي استقلالاً رسمياً في إدارة السياسة النقدية، وبموجبه، تم الفصل بين هدف إدارة الدين والإدارة النقدية، ومن ملامح الاستقلالية، قرار البنك المتعلق بالتوقف عن طبع النقود لتمويل العجز في الموازنة العامة، واللجوء إلى استخدام الأسلوب البديل وهو التمويل بالدين والأداة الائتمانية المتمثلة في إصدار السندات وأذونات الخزينة وبيعها إلى المصارف التجارية وسوق الأوراق المالية من أجل توفير التمويل (البنك المركزي العراقي، التقرير السنوي للاستقرار المالي 2012 ،37) وعلى وفق ذلك فإن الدين العام الداخلي فيه يتكون من :

* **حوالات الخزينة" أذون الخزانة "**: هي أحدى أهم وسائل الاقتراض الداخلي "أدوات المديونية " التي تصدرها وزارة المالية، ويعود أول إصدار لها في عام (1947) بمبلغ (نصف مليون) دينار على وفق قانون الميزانية الاعتيادية، ومن الحوالات القصيرة الأجل، وعلى وفق تعليمات بيع الأوراق الحكومية بالمزايدة رقم (1) لسنة (2004)، فإنها تصدر بسعر خصم وتطفأ قيمها الاسمية عند الاستحقاق وهي بآجال مختلفة (91 ، 63، 182) يوماً وبمعدلات فائدة حسب ما يرسو كل مزاد، وقد تباع مثل هذه الحوالات على وفق السعرين الموحد والمتعدد، ولاسيما وإن للمصارف حق في تداولها في السوق الثانوية بعد إشعار البنك المركزي من أجل إجراء التسويات اللازمة في حساباته؛ لذا فهي تسهم في عملية التمويل النقدي للحكومة (البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي السنوي 2010 ، 38)، أي أنها تدعم الحكومة في احتياجاتها للاقتراض النقدي وسد العجز الوقتي الناجم عن التباطؤ الزمني بين تحصيل إيرادات الموازنة والتزاماتها واجبة الدفع حالاً في الميزانية على الأمد القصير وبأقل المخاطر، وفي المجال المذكور، إن أذون الخزينة تتداول على أساس سعرين هما(سعر الشراء) و(سعر البيع)، وتتحدد على وفق سعر خصم للبيع والآخر للشراء المعلنة في الصحف المالية، فحسب التميمي وسلام (2004 ،116-117) يمكن توضيح آلية التسعير للحوالة في السوق الثانوية على وفق المثال الآتي: إن كانت القيمة الاسمية لأذن الخزينة (100) دينار ولأجل استحقاق (120) يوماً ومعدل خصم الشراء (479ر7%) ومعدل خصم البيع نحو (191ر7%) فيتم تحديد السعرين من خلال :



* قيمة الخصم (الشراء) = معدل خصم الشراء × مدة الأذن / 360

= 479ر7% ×360/120

= 493ر2 دينار

سعر الشراء = القيمة الاسمية – قيمة خصم الشراء

= 100 – 493ر2

=507ر 97 دينار

*قيمة الخصم (البيع) = معدل خصم البيع × بيع الاذن / 360

= 191ر7% × 120 / 360

= 97ر2 دينار

سعر البيع = 100- 397ر2 = 603ر97 دينار .

***السندات الحكومية**: وهي سندات طويلة الأجل، اعتمد المشرع العراقي عليها في التمويل منذ عام (1945) من أجل تمويل النشاط الاقتصادي آنذاك، ويعد البنك المركزي العراقي المسؤول عن بيعها للمستثمرين من حيث طرح هذه السندات للاكتتاب بها من الجمهور والمصارف الحكومية والجهاز المصرفي والتي تستحق السداد خلال مدة لا تتجاوز (15) سنة من تاريخ إصدارها (أكبر 2011، 2)، وعند الاستحقاق تسدد كل من القيمة والفائدة من البنك المركزي العراقي.

***سندات دوائر الدولة ومنشاءات القطاع الخاص**: في بادئ الأمر، لم يكن هناك اهتمام بإصدار السندات من قبل المنشاءات والدوائر العامة، إذ يعود أول إصدار لها عام (1955) لصالح مصافي النفط الحكومية في عام (1980) وكان الغرض من إصدار مثل هذه السندات هو دعم (المجهود الحربي) وقد أسهم ذلك في تزايد الدين العام آنذاك.

ثانياً: طرق إصدار السندات (الصور الفنية لإصدار القرض العام)

إن إصدار القرض العام يتم عادة بقانون، وتختص السلطة التشريعية بإصدار القروض العامة، فلا يجوز للسلطة التنفيذية أن تعقد القروض إلا بعد موافقة السلطة الأولى "التشريعية "، ذلك لأن سداد هذه القروض يتم من خلال الضرائب، ومثلما أن الأخيرة تصدر بقانون فلا بد للقروض أن تصدر بقانون أيضاً، إلى جانب ذلك، تعد السلطة التشريعية جهة رقابية على القروض العامة للحد من الإسراف في الاقتراض وتحميل الدولة أعباء كثيرة، فضلاً عن



ذلك، فإن موافقة السلطة المذكورة تعطي الثقة للمواطنين " لا يتصف بالطابع الآمر، إلا في حالة "القرض الإجباري" [1] وتعود أهميته "إصداره بموجب قانون" لأنها تمثل عبئاً مالياً على الدولة يتمثل في دفع أصل القرض وفوائده عند استحقاقه (خلف 2008، 247)، والى العلاقة التقليدية التي تربطه بالضريبة بوصفه "ضريبة مؤجلة " تلجأ إليها الدولة إلى فرضها بغية الحصول على المال اللازم لسداد قيمة القرض، أما **الصور الفنية** فيراد بها الطرق المختلفة التي يتم بها اصدار القرض وهي عديدة ، منها :

1-**الاكتتاب العام المباشر**: هو قيام الدولة بعرض أو طرح القرض العام على الجمهور مباشرة دون أي وسيط، مع تحديد ميعاد بداية الاكتتاب ونهايته مع الشروط والمزايا الممنوحة للمكتبيين (المقرضين)، ولإنجاح هذه الطريقة، لابد من توفر ثقة الجمهور في الحكومة، ومن ميزاته، أنه يوفر على الدولة مبالغ العمولة التي يتقاضاها الوسطاء والبنوك إلى جانب ضمان رقابة فعالة على عملية الإصدار، ومن ثم الحد من سيطرة بعض كبار المستثمرين على قروض الدولة (ناشد 2008 ،309)، إلا أنه في الوقت نفسه، لا يخلو من مخاطر منها عدم تغطية القرض ومن ثم ضعف الثقة بالدولة، لذا فإن الأخيرة، تفضل طريقة الاكتتاب غير المباشر أو البيع في البورصة .

2-**الاكتتاب غير المباشر** (**الاكتتاب المصرفي**): على وفق هذه الطريقة، فإن الدولة تقوم ببيع السندات على المصارف بسعر أقل من السعر الاسمي(1)، ومن ثم يقوم المصرف ببيعها بالسعر الاسمي محققاً بذلك أرباحاً تمثل الفرق بين السعرين، علماً أن الدولة تستخدم هذه الطريقة في حالتين هما: (العبيدي2011، 169)

الأولى: الحاجة الماسة إلى مبلغ القرض.

الثانية: الخوف من عدم إمكانية تغطية القرض عن طريق الاكتتاب المباشر.

وإن للاكتتاب المصرفي مزايا وسلبيات، فحسب ناشد (2008، 254)، ان الأولى تكمن في تمكين الدولة من سرعة الحصول على قيمة القرض وتغطيته، أما الثانية فتتمثل في حرمان الدولة من فائدة القرض، بمعنى الفرق بين المبلغ الاسمي للقرض والمبلغ الذي تدفعه البنوك فعلاً للدولة.

---

[1] القرض الإجباري: القرض الذي تعلن الدولة عن شروطه و تجبر الأفراد أو من لها سلطة عليا على اقتراضه، إذ تلجأ إلى هذا الأسلوب في الظروف غير الاعتيادية أي في الأوقات التي تعقب الحروب أو لمقاومة التضخم، إذ أن القروض الإجبارية تتم نتيجة ضعف الثقة في الدولة في الوقت الذي تكون فيه بحاجة ماسة للأموال، أو من أجل تحقيق أهداف اقتصادية ك تحقيق الاستقرار النقدي ولم يتوفر المال اللازم لذلك(الحاج 2010 ، 261).

(1) ان لسندات القرض سعر إصدار يعرف ب(سعر الإصدار الاسمي) ، فإذا تم الاكتتاب بالسعر المذكور، فأن القيمة الاسمية للسند تكون معادلة للقيمة الفعلية التي تقبضها الدولة ثمناً لهذا السند ويعرف ب (سعر التعادل)، وفي الحالة المذكورة أعلاه يكون الاكتتاب بأقل من سعر التعادل، عندما تبيع الدولة إسناد القرض بأقل من قيمتها الاسمية تشجيعاً للأفراد على الاكتتاب، لأن المكتتب يسترد أموال المكتتب بها بالقيمة الاسمية للسند، أي سيحصل على مبلغ يزيد عن القيمة التي تدفعها عند الاكتتاب ، أي الفرق بين القيمتين تسمى ب(علاوة تسديد) (الخطيب وشامية 2007، 284).



3-البيع (طرح السندات) في البورصة: تقوم الدولة بطرح سنداتها في سوق الأوراق المالية (البورصة) شأنها شأن أي شركة أو مؤسسة خاصة، في حال أن كان المبلغ المطلوب اقتراضه محدوداً من جهة، وبأنها في غير حاجة سريعة إليه من جهة أخرى، اذ يتم طرح السندات على نحو تدريجي وليس بدفعة واحدة لما تنطوي من مخاطر تتمثل في عدم وجود طلب كافٍ لشرائها ومن ثم انخفاض ثمنها و من ثم ارتفاع المعدل الحقيقي للفائدة، مما يحمل الدولة تكاليف عالية (عبئاً مالياً إضافياً عليها)، ومن خلال هذه الطريقة تستطيع الدولة متابعة تطورات أسعار السندات فتبيع عند ارتفاع الأسعار وتحجم عن البيع عند انخفاض أسعارها، أي لا تحدد هي السعر، بل يتحدد على وفق أسعار السوق، علما أن هذه الطريقة تتطلب توفر سوق مالية منتظمة فضلاً عن خبرة عالية في مجال السوق .

4-الاكتتاب (بيع سندات القرض العام) بالمزايدة: تتخذ هذه الطريقة صورتين حسب العبيدي(2011، 170) هما:

الأولى: تقوم الحكومة ببيع سندات القرض بالمزايدة على الأفراد والبنوك والمؤسسات المالية بعد أن تحدد سعراً أدنى للسند، فمن يدفع سعراً أعلى يلبي طلبه أولاً ومن ثم الأدنى فالأدنى، ومثال على ذلك، أن يحدد سعر (900) دينار للسند الذي قيمته الاسمية (100) دينار، فتكون المزايدة بذلك محصورة بين هاتين القيمتين.

الثانية: تحدد الحكومة سعر فائدة أعلى بنحو (10 %) على سبيل المثال، إذ تسمح للمشتركين عرض سعر فائدة أقل، فمن يعرض سعر فائدة أقل يفوز بعملية شراء السندات.

وتعد الطريقة الأخيرة هي الطريقة المستخدمة في العراق إذ يقوم البنك المركزي ببيع سندات الخزينة من خلال إعلان (المزايدة) بين المصارف.

ثالثاً: المزايا المالية لسندات الخزينة

لسندات الخزينة مزايا مباشرة وضمانات إضافية من اجل تحفيز المواطنين على الاكتتاب بسندات القرض وتغطية قيمتها، وتكمن في النقاط الآتية:

1- الإعفاء من الضرائب: إذ يتم إعفاء السندات أو فوائدها أو كليهما من جميع أنواع الضرائب الحالية أو المستقبلية ولاسيما أن مثل هذا الأجراء يتنافى مع مبدأ العدالة في توزيع العبء الضريبي (آل شبيب 2009، 271) .



2- **تأمين المكتتب في سندات القرض العام ضد مخاطر** انخفاض قيمة العملة الوطنية ولاسيما مع الموجات التضخمية خلال مدة القرض، إذ تتعهد الدولة بدفع القيمة الحقيقية لأصل القرض وفوائده من خلال ربط قيمته بقيمة الذهب أو بعملة أجنبية تتمتع باستقرار أسعارها وبمتانة مركزها الدولي.

3- **جوائز النصيب** التي يحصل عليها بعض أصحاب السندات عن طريق القرعة كما في حال اختياره سنداً بطريق القرعة وسداده بدفع فائدة مرتفع.

4- **جوائز السداد** التي تتعهد بمقتضاها الحكومة بدفع مبلغ إضافي لكل سند عند الاستحقاق في موعد إطفاء السندات فيما لو تم بيعها بأسعارها الاسمية.

5- **بيع السندات بأقل من قيمتها الاسمية** يتم من حيث قيام الدولة ببيع السندات بسعر أقل من أسعارها الاسمية من أجل استفادة المكتتبين من هذا الفرق عند حلول موعد سداد القرض أو السند.

رابعاً: تبديل (تحويل) القروض العامة بالسندات

إن التزام الدولة بالاستمرار في دفع سعر الفائدة المرتفع طوال مدة القرض "السعر الذي فرضته العقبات التي واجهتها في وقت إصدار القرض قديمة لظروف الاقتصاد القومي أو لعدم كفاية المدخرات الوطنية لمواجهتها" قد يزيد ذلك من العبء المالي على الميزانية العامة، لذا، فإن (الدولة) قادرة على تخفيف "العبء المالي" عن طريق تبديل دينها العام بتبديل سندات القرض القديم بسندات جديدة وبالقيمة الاسمية نفسها ولكن بفائدة أقل"، ولنجاح عملية تبديل القرض العام لا بد من توفير شروط معينة تتمثل في:

1- أن يكون سعر الفائدة للقروض الجديدة أكثر أو مساوياً على الأقل سعر فائدة القرض القديمة التي تحل محلها حسب خلف (2008 ، 248).

2- مدى الثقة بسياسة الدولة على الصعيدين المالي والاقتصادي ومستوى النشاط الاقتصادي، إذ تكون عملية التبديل سهلة في أوقات الانتعاش الاقتصادي والعكس بالعكس في فترات الكساد ولاسيما وان تفضيل السيولة النقدية يزداد عند المكتتب (المقترض) إذ يرغب السداد محل التبديل حسب العبيدي(2011 ، 171).

3- سحب السندات القديمة من التداول كافة.



4-ألا تكون المدة المقترحة للقرض الجديد طويلة، و لضمان نجاح عملية التبديل تلجأ الدولة إلى وضع مزايا عدة منها إعفاء القرض الجديد من الضرائب ومنح مكافأة مالية لمن يقبل التبديل إلى جانب رفع سعر الفائدة عن السعر الجاري في السوق ولو قليلاً حسب ناشد(2008 ، 312).

إضافة الى ذلك، لتبديل القرض العام ثلاث صور هي:

1-التبديل الإجباري: هنا تستخدم الدولة مالها من حقوق السيادة إذ تخفف من سعر الفائدة على سندات قروضها دون موافقة المكتتبين (المقرضين) مما يضر ذلك بالسمعة المالية للدولة ومن ثم إضعاف الثقة فيها ومن ثم صعوبة اقتناع الأفراد والمؤسسات على حد سواء بالمساهمة في اقتناء السندات مستقبلاً، وقد تلجأ الدولة إلى مثل هذا الإجراء إذا كان اقتصادها يعاني من مشاكل كبيرة. (علي وسعد الدين 2004 ، 118)

2-التبديل شبه الاختياري: على وفق هذه الطريقة تعرض الدولة على المقترض قرضاً جديداً بفائدة منخفضة محل قرض قديم بفائدة مرتفعة، ومثاله، إذا كان القرض القديم بفائدة سنوية تقدر بـــ(9%) ثم انخفاضـها في السوق إلى (8%)، فإن الدولة تعقد قرضاً بالفائدة السائدة وتستخدم ما تحصل عليه لسداد القرض الأول حسب الخطيب وشامية(2007 ،254)، أي إنها تقوم بعمليتين متلاحقتين هما إصدار قرض جديد بفائدة منخفضة وتسديد القرض القديم بالفائدة المرتفعة وهنا يكون للمقترضين حق الاختيار بين قبول قيمة ما يملكون من سندات أو استبدالها بسندات القرض الجديد خلال مدة معينة، اذ يعد (عدم الاختيار) خلال هذه المدة قبولاً ضمنياً بالقرض الجديد، وهو النوع الدارج في العراق.

3-التبديل الاختياري: في هذا النوع من صور التبديل، تعلن الدولة رغبتها في تخفيض سعر الفائدة ويكون لحاملي اذونات الخزانة حرية الاختيار ولو شكلاً، قبول الفائدة وتبديل القرض أو قبول سداد القيمة الاسمية للقرض.

خامساً: إطفاء (تسديد – استهلاك) القروض العامة

يقصد إطفاء أو استهلاك القرض العام أي سداد قيمته على دفعات متتالية لحاملي سندات القرض مما يؤدي ذلك إلى تخفيض قيمة القرض والتخلص من الفائدة، إذ لا يوجد في الاستهلاك أي قروض جديدة تحل محل القرض القديم، وعلى وفق ذلك فإنه يتم استهلاك أو إطفاء سندات القروض بطرق عدة منها:



1- **الإطفاء بطريقة القرعة**: هنا تقوم الدولة بسحب عدد من السندات لتسديد قيمتها سنوياً ويتم تسليم (السندات) بكاملها لبعض المنتجين سنوياً بالقرعة، ومن المؤاخذ ان هذا النوع من الإطفاء هو الضرر الذي يحدثه على أصحاب السندات في حال ارتفاع قيمتها عن سعر التداول، ولاسيما وأن الدولة تدفع القيمة الاسمية في وقت لا يكون للمقرض مجالاً آخر لاستثمار أمواله والعكس بالعكس، إذ تخدم المقرض أن كانت قيمة السندات في السوق المالي منخفضة حسب الخطيب وشامية(2007 ، 256) ومن مميزاتها، انها تخفف على الدولة سداد القروض وإنها لا تستهلك رؤوس أموال المقرضين.

2- **الإطفاء بطريقة القسط السنوي**: تقوم الدولة بدفع مبلغ سنوي إلى حملة السندات ويعادل (مبلغ القرض) أي قيمة القسط السنوي للسندات مع فوائدها، فان كانت مدة القرض المحددة للإطفاء أو الاستهلاك (10) سنوات وقيمته الإجمالية (10) مليون دينار، فالقسط السنوي الذي يدفع للمكتتبين (المقرضين) سنوياً حوالي (مليون دينار) مضاف إليه الفوائد على سبيل المثال، ولاسيما وأن الأخير يأخذ الاتجاه التنازلي نظراً لتناقص حجم الدين العام (حميد 2011، 23)، ومن مميزات هذه الطريقة، إنها تخفف عبء الدين العام عن الدولة على نحو تدريجي لان التسديد لا يكون على دفعة واحدة بل على هيئة أقساط سنوية .

3- **الإطفاء بطريقة الشراء من السوق المالية (البورصة)**: وهي من الطرق غير المباشرة التي تلجأ إليها الدولة لإطفاء قروضها من خلال شرائها من البورصة عدداً من سنداتها المعروضة للبيع بسعر السوق ومن ثم إتلافها على نحو تدريجي إلى أن يتم استهلاكها أو إطفائها، إلا أن على وفق هذه الطريقة، لا تستطيع الدولة استهلاك أو إطفاء قيمة القرض لحامله، ولاسيما وان الطلب على سندات القرض من الحكومة يكون كبيراً مما يسهم في رفع سعرها في البورصة.

المبحث الثاني: مزادات وحوالات وسندات البنك المركزي العراقي ووزارة المالية

لقد خول قانون الدين العام وزارة المالية اصدار حوالات خزينة مضمونة من حكومة العراق، اذ يقوم البنك المركزي العراقي باعتباره وكيلاً مالياً لوزارة المالية بإدارة مزادات حوالات خزينة حكومة العراق نيابة عن وزارة المالية التي تقوم على وفق محددات قانون الموازنة السنوية بإصدار حوالات خزينة للتمويل الحكومي (البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي السنوي 2014، 14).

فضلاً عن ذلك، فقد حددت وزارة المالية نظاماً لمزاد حوالات خزينة حكومة العراق يعقد بشكل دوري ويتوقف قبول العطاءات فيه في الساعة العاشرة صباحاً ويتم اعلان نتائجه في الساعة الحادية عشر صباحاً او بعدها من اليوم نفسه،



علماً، أن السندات التي تعرض للمزاد تضم كلاً من (مبلغ الاصدارية والتسعير وتاريخ السنوية والاستحقاق ...الخ)، وسيتم ذكر مزادات وحوالات كل من البنك المركزي العراقي ووزارة المالية في الفقرات ادناه:

1-حوالات وسندات البنك المركزي:

تم العمل بموجبها في عام(2006) على وفق الاتفاق المنعقد بين كل من البنك المركزي ووزارة المالية حسب الترتيبات المصرفية في 2/26/ 2006 والمتضمنة اعادة جدولة الدين المتبقي بذمة وزارة المالية تجاه البنك المركزي بنمو (9ر3) تريليون دينار ولاسيما وان هذه الاصدارات هي بمثابة ديوان البنك المركزي على وزارة المالية التي اتفقت مع الوزارة بشأن اعادة هيكلة الديون .

في عام (2010)، قام البنك المركزي العراقي بـ(3) مزادات وبآجل (182) يوماً خلال شهري (كانون الاول وشباط) ، إلا أن العمل بها قد توقف، كون وزارة المالية قد اتخذت الإجراءات بإصدارها، على ان يتولى البنك المركزي الاستعاضة عنها بإصدار حوالات استحقاق (91) يوماً من أجل تنشيط الاوراق المالية وتنويعها في السوق المالية، وتمثلت المزادات من رقم (D89 – D91) وبقيمة (100) مليار دينار لكل اصدارية، وقد بلغ المصدر والمباع الفعلي (300) مليار دينار وبعدل سعر قطع (67ر5%) وقد سددت بالكامل للعام ذاته، وقد اقام البنك المركزي ايضاً (23) مزاداً والمرقم بـ(C_1- C23) الغي منها (7) مزادات وبآجل (91) يوماً، وقد بلغ المصدر منها نحو (1600) مليار دينار على حين تراوحت المبيعات الفعلية (1363) مليار دينار وبمعدل قطع (30ر6%) حسب التقرير الاقتصادي السنوي(2010، 39)، اي ان اجمالي المباع للآجلين (19) و (182) يوماً حوالي (1663) مليار دينار، المسدد منها (2463) مليار دينار موضح في الجدول رقم (1).



جدول رقم (1): حوالات وسندات البنك المركزي العراقي المباعة والمسددة للمدة (2010 – 2015)

(مليون دينار/ %)

السنة	مدة الاستحقاق (يوم)	مبلغ الاصدارية (2)	معدل النمو مبلغ الاصدارية (3)	الحوالات المسددة خلال عام (4)	معدل نمو المبلغ المسدد (5)
2010	91 +182	166370	–	2463100	–
2011	91	2400130	44ر3	2300140	-6ر6
2012	91	3900330	62ر5	3650310	58ر7
2013	91	3307130	- 15ر2	3108090	-14ر8
2014	91	3481840	5ر3	3571630	14ر9
2015	91	4832000	38ر8	4609200	29

(*)

مبلغ الاصدارية (ان كان لآجلين)= المصدر المباع الفعلي لآجل (91) يوماً + المصدر المباع الفعلي لآجل(182) يوماً و مبلغ الإصدارية (ان كان لآجل معين) = المصدر المباع الفعلي لآجل معين ذاته .

المصدر: الاعمدة (1 ، 2 ، 4)، البنك المركزي العراقي ، التقرير الاقتصادي السنوي (بغداد : المديرية العامة للإحصاء والابحاث)، سنوات وصفحات متفرقة .

العمودين (3 ، 5) من عمل الباحثتين.

الى جانب ذلك، قامت وزارة المالية بتسديد الفائدة البالغة (35ر9) مليار دينار على مبلغ القسط المترتب على مبلغ الدين المتبقي (3ر9) تريليون دينار والفائدة بنحو (161ر8) مليار دينار على مبلغ الدين(البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي السنوي 2011، 39) ، ومن عام (2011) لغاية (2015) استمر البنك المركزي بإقامة مزادات بآجل (91ً) يوما فقط، إذ شهدت قيمة المبيعات (الحوالات الاصدارية) ارتفاعاً بنسبة (44ر3%) في عام (2011) مقارنة مع عام (2010) راجع الجدول (1) وسبب ذلك يرجع الى التوسع في اقامة عدد المزادات، اذ وصل الى (25)



مزاداً متمثلة بـ (c24-c48) الغي منها مزاد واحد بمبلغ (100) مليار دينار لكل اصدارية وبسعر فائدة موحدة وبسعر قطع ما بين (5ر4% - 5ر7%) حسب التقرير الاقتصادي السنوي (2011، 53)، ومن ثم استناداً الى الاتفاقية الخاصة بإعادة جدولة الترتيبات المصرفية الموقعة بين وزارة المالية والبنك المركزي بتاريخ 2010/10/26 بشأن الدين المترتب على وزارة المالية لصالح البنك المركزي، قامت وزارة المالية بتسديد مبلغ الاقساط الاربعة المقدرة بـ (400) مليار دينار وبمبلغ الفائدة عليها (9ر35) مليار دينار والفائدة على مبلغ الدين المتبقي (8ر161) مليار دينار (البنك المركزي العراقي، تقرير السياسة النقدية2011 ، 13)، وقد استمر الارتفاع في قيمة الحوالات الاصدارية والمسددة لعام (2012) والبالغة (3900) مليار دينار وبمعدل نمو (5ر62%) والمسدد منها بمعدل نمو (7ر58%) نتيجة التوسع في اقامة عدد المزادات بنحو (26) مزاد المرقم بـ (c49 – c74) الغي منها مزادان، وباستخدام سعر قطع متعدد، وقد قامت وزارة المالية في العام ذاته بتسديد مبلغ الاقساط الاربعة (400) مليار دينار ومبلغ الفائدة عليها بنحو(9ر15)مليار دينار(البنك المركزي العراقي، تقرير السياسة النقدية 2012 ، 16)، وقد سجلت كل من قيمة الحوالات المباعة والحوالات المسددة انخفاضاً بنسب (-2ر15%) و (-9ر14%) على التوالي مقارنة مع عام (2013) بسبب الانخفاض في عـدد المزادات المقامـة، اذ تم اجـراء (27) مزاداً والمرقـم بـ(C75-C100)، الا انه تم الغاء (6) مزادات منها اي بواقع (21) مزاداً في عام (2013) مقارنة مع (24) مزاداً لعام (2012)، على حين سجلت كل من قيمة المبيعات وقيمة المبالغ المسددة ارتفاعاً بين (3ر5 %) و (9ر14%) مقارنة مع عام (2013)، وذلك يعود الى التوسع في اقامة (26) مزاداً وبمبلغ (100) مليار دينار للإصدارية الواحدة وبسعر قطع متعدد، اذ تم الغاء مزاد واحد منه(البنك المركزي العراقي، تقرير السياسة النقدية 2014 : 23)، وإن ارتفاع قيمة الحوالات المسددة يكمن في ان جزء من المبلغ المسدد من عام (2014) يعود الى الحوالات المصدرة لعام (2013) التي تستحق السداد في عام (2014) حسب التقرير الاقتصادي السنوي(2014 ، 40)، وعلى وفق الاتفاقية الخاصة بإعادة جدول الترتيبات المصرفية السابقة الذكر، فقد سددت وزارة المالية في عام (2014) نحو ثلاثة اقساط بمبلغ (300) مليار دينار مع تسديد الفائدة على مبلغ اصل الدين المتبقي (99) مليار دينار، على حين لم يسدد القسط الرابع في 2014/12/31 رغبة على طلب وزارة المالية بتأجيل السداد، كذلك شهدت كل من الحوالات الاصدارية والمبالغ المسددة ارتفاعاً بنسب(8ر38%) و(29%) على التوالي في عام (2015) مقارنة مع عام (2014) لاستمرار البنك المركزي في اقامة (26) مزاد ورفع مبلغ الاصدارية الواحدة الى (200) مليار دينار مقارنة مع (100) مليار دينار للإصدارية الواحدة في عام (2014) وبسعر قطع متعدد(البنك المركزي العراقي، تقرير السياسة



النقدية 2015، 22)، ولاسيما وان المباع الفعلي من الحوالات الاصدارية مبين في الجدول نفسه، وقد كان بنحو(4832) مليار دينار وبسعر قطع (7ر4%).

2–حوالات الخزينة لوزارة المالية:

بدأ البنك المركزي بمزاولة مثل هذه المزادات بتاريخ 2004/7/18 من اجل (الرفيعي 2007، 167) تنشيط حركة السوق قصيرة الاجل، ولتوليد حالة الاستقرار في السيولة لدى المصارف التجارية، فضلاً عن انها اداة تمويل لنفقات الدولة.

في عام (2010)، قامت وزارة المالية بتغيير آجال المزادات من (91) يوماً الى (182 و 364) يوماً وبقيمة (200) مليار لكل اصدارية، اذ اصدرت (17) مزاداً برقم (HY_1–HY_{17}) الغي منها (7) مزادات لآجل (182) يوماً، وقد احتسب سعر الفائدة من المزاد السادس (HY_6) في شهر تموز من العام ذاته وما يليه من المزادات على وفق الحساب المتعدد (احتساب سعر القطع لكل مزايد حسب سعر القطع المقدم في استمارة تسديد العطاءات)، أمّا المزادات لآجل (364) يوماً، فقد كان بواقع (8) مزادات متمثلة بـ($Y_1 - Y_8$) الغي منها مزاد واحد فقط، وقد بلغ المصدر منها (1400) مليار دينار حسب التقرير الاقتصادي السنوي (2010 ، 39)، اذ بلغت قيمة الحوالات في عام (2015) وبآجلين (182) و(364) يوماً ما بين (4540)مليار دينار وبسعر قطع (6ر7%) و(8355) مليار دينار وبسعر قطع (4ر6%) وبنسب (84% و 16%) على التوالي من اجمالي المبلغ المصدر المباع (5375) مليار دينار والحوالات المسددة فكانت بنحو (4628) مليار دينار موضح في الجدول رقم (2)، على حين سجلت كل من قيمة الحوالات المصدرة المباعة والحوالات المسددة في عام (2011) انخفاضاً بنسب (-93ر56%) و(-16ر21%) على التوالي مقارنة مع عام (2010) وسبب ذلك يعود الى اقتصار مبيعات عام (2011) على اصدارية لآجل (182) يوماً فقط بواقع (18) مزاداً متمثل بـ(Hy_{18}–Hy_{35}) الغي منها مزاد واحد وبسعر فائدة متعدد وبمبلغ (150) مليار دينار لكل اصدارية ما عدا ثلاثة منها(Hy_{32}، Hy_{31} ، Hy_{30}) ، كانت بقيمة (200) مليار دينار للإصدارية الواحدة وبسعر قطع (5ر8%) حسب التقرير الاقتصادي السنوي (2011 ،12)، وقد استمرت قيمة الحوالات المباعة المسددة انخفاضاً في عام (2012) بنسب (95ر53%) و (08ر57%) على التوالي مقارنة مع عام (2011)، اذ كان بواقع (17) مزاداً وبآجل (182) يوماً وبسعر فائدة متعدد، علماً، ان المزادات للعامين المذكورين (2011 و 2012) كانت على وفق طريقة نظام ايداع وتسجيل السندات الحكومية (GSRS)، اذ تم العمل بها في 2008/11/17 واستمر العمل به للسنوات اللاحقة.



جدول رقم (2): حـوالات وزارة الماليـة المباعـة والمسـددة للمدة (2010 – 2014)

(مليون دينار/ %)

السنة	فترة الاستحقاق يوم (1)	مبالغ الاصدارية المباعة (2)	معدل النمو (مبلغ الاصدارية) (3)	الحوالات المسدد (4)	معدل النمو (الحوالات المسدد (5)
2010	364+182	5375520	–	4628763	–
2011	182	2315350	–93ر65	3649297	–16ر21
2012	182	1067050	–91ر53	1566390	–08ر57
2013	182	590040	–7ر44	8571010	–2ر45
2014	364+182	3071350	420	1043880	8ر21

المصدر: بيانات الاعمدة (1 ، 3 ، 4)، البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي السنوي، (بغداد :المديرية العامة للإحصاء والابحاث)،سنوات وصفحات متفرقة .

العمودين (1 ،3) من عمل الباحثتين.

أما ما يخص عام (2013)، فقد اقامت وزارة المالية (10) مزادات ولأجل (182) يوماً، (3) منها بمبلغ (80) ملياراً و(7) مزادات بمبلغ (500) مليار دينار للإصدارية الواحدة (البنك المركزي العراقي، تقرير السياسة النقدية 2013 ، 15)، وبذلك سجلت قيمة المبيعات والحوالات المسددة انخفاضاً بنسب (- 7ر44%) و (-2ر45 %) على التوالي مقارنة مع عام (2012) (انظر في الجدول (2)) نتيجة تخفيض مبلغ الاصدارية من (100) مليار دينار الى (80) مليار دينار ومن ثم الى (50) مليار دينار الآنفة الذكر، واستمرت وزارة المالية في عام (2014) بإقامة مزاداتها عن طريق (GSRS) وللآجلين (182) و (364) يوماً وبسعر متعدد، اذ كان بواقع (4) مزادات بآجل (182) يوماً و(3) مزادات لآجل (364) يوماً وبمبلغ (500) مليار دينار للإصدارية الواحدة لكل منها وبسعر قطع تراوح ما بين (10ر5%) و(50ر6%) على التوالي حسب تقرير السياسة النقدية (2014 ، 22)، اذ بلغت قيمة الحوالات المصدرة المباعة لآجل (182) يوماً بنحو (1595) مليار دينار وبنحو (1475) مليار دينار لآجل (364) يوم وبنسبة (52%) و (48%) من اجمالي الواردات المصدرة المباعة للعام ذاته والبالغة (3071) مليار دينار (راجع الجدول (2))، اذ فيه سجلت قيمة كل من المبيعات والحوالات المسددة ارتفاعاً بنسب(5ر420%) و (8ر21%)



على التوالي مقارنة مع عام(2013)، وذلك لأسباب عدة منها، رفع مبلغ الاصدارية الى (500) مليار دينار مع اقتصار مبيعات عام (2013) على الاصدارية لآجل (182) يوم فقط ، اضافة الى توجه الحكومة نحو الاقتراض الداخلي لتمويل نفقاتها، وعليه، وعلى وفق الاتفاقية (اعادة جدولة الترتيبات المصرفية) السابقة الذكر، استمرت وزارة المالية بتسديد اقساطها ربع سنوية ابتداء من 31/ 3/ 2014 وبقيمة (100) مليار دينار للقسط الواحد مع تسديد مبلغ القسط مع الفائدة والمقدر بـ (399) مليار دينار خلال العام ذاته حسب تقرير السياسة النقدية(2014، 22) ، الا في عام (2015) لم تقم وزارة المالية وخلال الربع الأول منه مزاد حوالات ذات الاستحقاق بآجل (182) يوم، في حين بلغ اجمالي ما سدد للفترة المذكورة ما يقارب (752) مليار دينار.(البنك المركزي العراقي ، تقرير السياسة النقدية للفصل الاول من عام 2015 ، 2) .

وعليه، يمكن بيان **أسباب اصدار مثل السندات وآثارها الاقتصادية** في المبحث الثالث.

المبحث الثالث: أثر السندات وحوالات الخزينة في التنمية الاقتصادية في العراق

قبل التعرف على الاثار الاقتصادية الناجمة عن بيع سندات حوالات الخزينة، سيتم التطرق الى أسباب اصدار مثل هذه السندات:

أولاً: أسباب اصدار سندات الخزينة: وتتمثل في:

1- **الحد من التضخم** : يعرف التضخم على انه (كل زيادة في التداول النقدي تترتب عليه زيادة في الطلب الكلي الفعال عن العرض الكلي للسلع والخدمات في مدة زمنية معينة) (عناية 2000، 52) ، وعلى وفق ذلك، فأن القروض الداخلية (ولاسيما سندات الخزانة) عند اصدارها ، تؤدي الى الاقتطاع من القوة الشرائية "احتجاز جزء من القرض النقدي" لدى الافراد والمؤسسات من حيث طرح السندات الحكومية للاكتتاب العام وذلك على وفق طريقة البيع المباشر لجمهور او عن طريق البنوك التجارية، اذ سجلت معدلات التضخم في العراق نسباً منخفضة تراوحت ما بين(6ر1%) (4ر1%) في عامي (2014) و(2015) على التوالي (البنك المركزي العراقي، النشرة الإحصائية السنوية 2015، 89).

2- **تعزيز القدرة الاقتصادية والسياسية والعسكرية للدولة** والمحافظة عليها من خلال مساهمة الافراد بها في الحالات الطارئة (الحرب، الكوارث ، ... الخ) .



3-تمويل التنمية الاقتصادية: للتنمية الاقتصادية مفاهيم عدة، يذكر منها:

على وفق الجمعية العامة للأمم المتحدة "بعد اصدار اعلان الحق في التنمية عام (1986)"، فهمت على انها: "عملية اقتصادية واجتماعية وثقافية وسياسية شاملة تستهدف التحسين المستمر لرفاهية السكان بأسرهم والافراد جميعهم على أساس مشاركتهم النشطة والحرة والهادفة الى التنمية والتوزيع العادل للفوائد الناجمة عنها".(بن قانة 2012 ، 231-232) وعلى وفق المفهوم المذكور، فإن للتنمية جانبين أساسين هما "الجانب الكمي" اي مجموعة من المؤشرات الكمية التي تعمل على اشباع الحاجات الأساسية للإنسان و"الجانب الكيفي" الذي يتعلق بالابتكار والتقدم او بتغيير أنماط السلوك ونوع العلاقات السائدة .

وعلى وفق ذلك، فان **التنمية نموذجيا** تتضمن تغيرات جذرية في الهياكل المؤسسية الاجتماعية والإدارية وكذلك في التوجيهات العامة وفي حالات عدة حتى في العادات والمعتقدات (القريشي 2010 ،36)

ومن ملاحظة المفاهيم أعلاه، يتضح انها تشترك في نقاط عدة أهمها:

* عملية وليست حالة أي انها مستمرة ومتصاعدة تعبيرا عن احتياجات المجتمع.

*عملية مجتمعية تساهم فيها الفئات والقطاعات والجماعات كلها تغيير ونقل للمجتمع نحو الأفضل ".

*عملية واعية "ليست عشوائية " بل محددة الغايات والاهداف.

ومن ثم، ان الاقتراض الداخلي يتيح موارد مالية في مجالات التنمية سواء أكانت نفقات استهلاكية او استثمارية، ولاسيما التمويل من حيث الاقتراض لمشاريع القطاع العام وتوفير البنى التحتية اللازمة للأنشطة الاقتصادية الاستثمارية الانتاجية منها كـ مشاريع (الكهرباء والماء والطرق والجسور،... الخ)، اذ يسهم ذلك في رفع تكوين راس المال القومي ومن ثم رفع القدرة الانتاجية القومية وتحقيق التوازن الاقتصادي حسب ناشد(2008 ،317).

4-على وفق الفقرة الثالثة، يسهم اصدار سندات او اذونات الخزينة في تلبية الاحتياجات التمويلية للموازنة، وفي المجال المذكور، وخلال العامين (2013-2014) توجهت الحكومة نحو الاقتراض الداخلي من خلال اصدارات الحوالات والسندات، اذ بلغ الدين العام الداخلي في العراق في عام (2014) نحو(4ر6) تريليون دينار وبذلك قد سجل ارتفاعاً بنسبة (104%) ليصل الى (9ر5) تريليون دينار في عام (2013) موضح في الجدول رقم (3)، ومن ثم فإن الدين العام الداخلي لعام (2014) يمثل الدين المتبقي بذمة وزارة المالية بنمو (5ر2) تريليون دينار، وحوالي



(1،8) تريليون دينار لحوالات الخزينة الصادرة بين مصرفي الرافدين والرشيد مناصفة في عام (2013) ، الا أنه لم يتم تسديدها خلال عام (2014) وذلك من اجل تمويل مؤسسة الشهداء والسجناء السياسيين وهيئة دعاوي الملكية، الى جانب حوالة بمبلغ (3) تريليون دينار منها (500) مليار دينار مناصفة لصالح مصرفي الرافدين والرشيد بمبلغ قدره (2) تريليون دينار لصالح هيئة التقاعد الوطنية، لغرض تغطية عجز الفترة المتبقية من السنة المالية ،اذ بلغ عجز الموازنة العامة للدولة نحو (23) تريليون دينار في عام (2014).

جدول رقم (3): الدين العام الداخلي في العراق لعامي (2013 –2014)

(مليار دينار)

ت	التفاصيل	2013	2014
1	الدين المتبقي بذمة وزارة المالية	2755	2455
2	حوالات الخزينة الصادرة مناصفة بين مصرفي الرافدين والرشيد	1703	1837
3	مزادات حوالات الخزينة	200	228
4	حوالات الخزينة العائدة لصالح مصرفي الرافدين والرشيد وهيئة التقاعد الوطنية	–	3000
	الاجمالي	4658	9520

المصدر: البنك المركزي العراقي، التقرير الاقتصادي السنوي، (بغداد: المديرية العامة للإحصاء والابحاث، 2014).

ثانياً: أثر السندات وحوالات الخزينة في التنمية الاقتصادية في العراق

1–أثر اصدار السندات في النشاط الانتاجي: اذ يكون الاثر في اتجاهين هما:

الاول: اقتراض الاموال على شكل سندات سواء أكان من الافراد او المؤسسات، عندما تكون الاموال المقترضة والناجمة عن بيع السندات الى الافراد او المؤسسات (غير مستثمرة) اي في وضع عاطل، كون الطلب عليها اقل من العرض نتيجة انعدام او قلة فرص استثمارها، فالقروض الناجمة عن بيع مثل السندات تسهم في تحسين المستوى الانتاجي وهنا يكمن **الاتجاه الثاني** من حيث انفاق الدولة لهذه الاموال في المجالات الاستثمارية، ومثال على ذلك، بيع سندات بقيمة (206) مليار دولار إذ تم بيعها بالدينار العراقي، وقد حولها البنك المركزي بالعملة



الاجنبية الى شركتي(جي اي) الامريكية و(سمنيز) الالمانية من اجل تحسين انتاج الكهرباء في العراق على وفق نظام ايداع سندات الحكومة .(عبد الغني2010، 5)

2–**أثر التزاحم الاستثماري**: ان الاستمرار "الاقتراض" في اصدار اذونات او سندات حوالات الخزينة في الأسواق المالية تتنافس فيها مع القطاع الخاص، يعني حرمان الأخير من الموارد التي من الممكن توجيهها الى الاستثمار، أي مزاحمة الحكومة للقطاع الخاص في الحصول على موارد السيولة والمدخرات المحلية المتاحة في الاقتصاد.

3–**على وفق الفقرة السابقة**، ان التنافس ما بين الحكومة والقطاع الخاص سيسهم في ارتفاع أسعار الفائدة على اذون او سندات الخزانة كوسيلة لجذب الافراد للاكتتاب في سندات القروض العامة، اذ ارتفعت سعر الفائدة على حوالات الخزينة من (5ر7%) في عام (2010) الى (4ر9%) في عام (2011)، ومن ثم مزاحمة الاستثمار المالي الى الاستثمار الإنتاجي (العيني) ومن ثم التأثير السلبي على حجم الاستثمارات الحقيقية في الاقتصاد من حيث تراجع نسب النمو في الارصدة النقدية المتاحة لدى هذه المصارف ومن ثم اضعاف قدرتها على منح القروض أي ان الأخيرة تصبح عائقاً امام التوسع في الانتاج .

4–**أثره في توزيع الدخل والانفاق العام**: ان تأثير بيع السندات على كل من توزيع الدخل والانفاق العام يكمن في تخصيص الاموال اللازمة لسداد اعبائها (اقساطها وفوائدها) والتي تعتمد (الاثار) بدورها على مصدر الاموال المستخدمة للتسديد من الدولة، فان كان مصدرها الضرائب المباشرة والتصاعدية منها (ضريبة الدخل)، والسندات مملوكة للطبقات المتوسطة والفقيرة، سيكون الاثر توسعياً–ايجابيا، لان الاغنياء يتحملون عبء القرض اي اقتطاع جزء من القوة الشرائية لذوي الدخل المرتفع لصالح ذوي الدخول المنخفضة، زيادة في دخل الفقراء ومن ثم زيادة طلبهم على السلع والخدمات، والعكس بالعكس (انكماشي–سلبي) ان كان مصدر التمويل (الضرائب غير المباشرة –ضريبة المبيعات او الضرائب الكمركية)، سيسهم ذلك في خفض الاستهلاك والطلب" انخفاض في مستوى النشاط الاقتصادي"، اي انخفاض في القوى الشرائية لذوي الدخول المحدودة، وفي المجال المذكور، تراوحت الإيرادات المتأتية من الضرائب على (الدخول والثروات) (1395) مليار دينار، على حين بلغت كل من إيرادات(الضرائب السلعية ورسوم الانتاج) (489) مليار دينار وبنسبة (3ر1%) و(5ر0%) على التوالي من اجمالي الايرادات الكلية البالغة (1053) مليار دينار في عام (2014) حسب التقرير الاقتصادي السنوي(2014 ، 73) ، ويعد ذلك تناقضاً في سياسة اعادة توزيع الدخل والانفاق ولاسيما وان الهدف من ذلك يكمن في رفع او زيادة الدخول المنخفضة لأفراد المجتمع.



5-أثره على الاحتياطي القانوني (الالزامي): هناك احتياطي قانوني الزامي فرضه البنك المركزي العراقي كنسبة من الودائع الموزعة لدى المصارف العراقية المختلفة، "اذ أبقى على نسبة (15%) على الودائع كافة (الحكومية منها والقطاع الخاص) منذ الأول من ايلول من عام (2010)، على ان يحتفظ البنك المركزي العراقي منذ شهر آب من عام (2014) بكامل نسبة الاحتياطي الالزامي بالدينار على الودائع المصرفية كافة، بعد ان كان يحتفظ بنسبة (5%) من نسبة هذا الاحتياطي لدى خزائن المصارف" حسب التقرير الاقتصادي السنوي(2014، 11)، ويعد هذا الفعل أحد أهم وسائل السياسة النقدية يتمثل وفي اتجاهين هما، **الأول** حماية ودائع الجمهور من مخاطر السيولة التي قد تتعرض اليها المصارف، و**الثاني** انه وسيلة سيطرة على جانب السيولة النقدية التي تنشؤها المصارف عن طريق التوسع في اقراض تلك الودائع وعبر مضاعفة الاقتراض ستتعاظم الكتلة النقدية مما يسهم في زيادة سرعة تداول النقود ومن ثم ارتفاع معدلات التضخم والذي يتقاطع مع اهداف السياسة النقدية الاساسية المتمثلة في تحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار" خفض نسب التضخم"، وعلى وفق ذلك فإن قبول حوالات الخزينة كجزء من الاحتياطي القانوني يعد من السياسات التشغيلية المقبولة بشكل محدود، اي يكون لمرة واحدة حصرياً للمحافظة على الاستقرار النقدي عند نقطة حرجة لا يمكن تعديها، وعلى وفق ذلك فإن التوسع في قبول المزيد من حوالات الخزينة واحلالها محل الاحتياطي الالزامي لغرض تمويل مشاريع لوزارات مختلفة، سيحول البنك المركزي العراقي الى مؤسسة تمويل مشروعات تحل محل الموازنة الاستثمارية ومن ثم الغاء السلطة النقدية ووظائفها وتوجيه البنك المركزي العراقي الى خارج الاهداف المنصوص عليها في قانون البنك المركزي العراقي .

الاستنتاجات

1- لقد منح قانون البنك المركزي العراقي المرقم (56) لسنة (2004)، استقلالاً رسمياً في إدارة السياسة النقدية، اذ تم التوقف عن طبع النقود لتمويل العجز في الموازنة العامة، واللجوء إلى استخدام الأسلوب البديل وهو التمويل بالدين " إصدار سندات او وحوالات الخزينة "وبيعها إلى المصارف التجارية وسوق الأوراق المالية، اذ يعود أول إصدار لها في عام (1947) وهي بآجال مختلفة (91 ، 63 ،182) يوماً وبمعدلات فائدة حسب ما يرسو كل مزاد، وتباع على وفق السعرين الموحد والمتعدد.

2- لإصدار سندات الخزينة صور فنية، هي كل من (الاكتتاب العام المباشر وغير المباشر "الاكتتاب المصرفي" والبيع في البورصة وبالمزايدة ولاسيما ان الأخيرة هي المتبعة في العراق) وما لها من مزايا مالية وضمانات إضافية من اجل تحفيز المواطنين على الاكتتاب وتشتمل على (الإعفاء من الضرائب وجوائز النصيب وبيع السندات بأقل من قيمتها)، اما من حيث طرق استهلاكها فهي عديدة منها الإطفاء بطريقة (القرعة والقسط السنوي والشراء من البورصة).



3-إن أسباب اصدار سندات او اذونات الخزينة، هي الحد من التضخم من حيث احتجاز جزء من القرض النقدي لدى الافراد والمؤسسات، فقد سجلت معدلات التضخم في العراق نسب منخفضة تراوحت ما بين(6ر1%) (4ر1%) في عامي (2014) و(2015)، فضلا عن تعزيز القدرة الاقتصادية والسياسية والعسكرية للدولة والمحافظة عليها الى جانب تمويل التنمية الاقتصادية .

4-ان لإصدار سندات الخزينة اثار اقتصادية منها مزاحمة الحكومة للقطاع الخاص في الحصول على موارد السيولة والمدخرات المحلية المتاحة في الاقتصاد ومزاحمة الاستثمار المالي الى الاستثمار الإنتاجي (العيني) ومن ثم التأثير السلبي على حجم الاستثمارات الحقيقية، وبالنسبة الى تأثير بيع السندات على كل من توزيع الدخل والانفاق العام يكمن في تخصيص الاموال اللازمة لسداد اعبائها (اقساطها وفوائدها) والتي تعتمد بدورها على مصدر الاموال المستخدمة للتسديد من الدولة، فان كان مصدرها الضرائب المباشرة والسندات مملوكة للطبقات المتوسطة والفقيرة، سيكون الاثر توسعياً "إيجابيا" "اي يزداد دخل الفقراء ومن ثم زيادة طلبهم على السلع والخدمات، والعكس صحيح (اثره انكماشي سلبي) ان كان مصدره الضرائب غير المباشرة، الى جانب ان التوسع في قبول المزيد من حوالات الخزينة واحلالها محل الاحتياطي الالزامي، سيحول البنك المركزي العراقي الى مؤسسة تمويل مشروعات تحل محل الموازنة الاستثمارية وبالتالي الغاء السلطة النقدية ووظائفها .

المقترحات

1-من اجل الحد من التزاحم الاستثماري، يستوجب من البنك المركزي اتباع سياسة نقدية توسعية من حيث شراء السندات الحكومية في السوق المفتوحة، فضلاً عن ذلك فإن زيادة كمية النقود في التداول ومن ثم زيادة في الطلب الكلي بسبب تأثير الزيادة في كمية النقود المتداولة، وان كان الانفاق الاستثماري الخاص قليل المرونة أما ما يخص التغيرات في سعر الفائدة الناجم عن السياسة المالية التوسعية، فسوف لا يؤثر الا قليلا في الانفاق الاستثماري الخاص.

2-تشجيع طبقات المجتمع من ذوي الدخول المرتفعة لإقراض الحكومة " ان يكون هنالك أهمية للاكتتاب بالقرض العام" من حيث تقديم مزايا تتمثل في ربط مبلغ القرض بالرقم القياسي للأسعار، ولاسيما وان القرض "سندات الخزينة" يعد من أدوات الادخار الحكومي في حال توجيهه لتمويل المشاريع الاستثمارية ودوره مهم في الاستقرار النقدي لامتصاص السيولة النقدية الزائدة.



3-على وفق الفقرة الثانية، يتطلب توجيه أموال إصدارات اذون الخزينة نحو تمويل او زيادة المشاريع الاستثمارية الذي ينجم عنه زيادة الصادرات وتقليل الواردات و من ثم انخفاض الطلب على العملات الأجنبية ومنها الدولار من اجل استقرار سعره.

4- ان لا تعتمد الدولة في تمويل عجزها على اذون الخزينة، اذ تكون تكلفة اصدارها وتسديدها اكبر من الفائدة الاستثمارية في حال تخصيصها في جوانب غير مثمرة "غير منتجة".

المراجع

1- أكبر. زهير علي.2011. استقلالية البنك المركزي العراقي – الضرورة والاهداف. جريدة المدى اليومية: الملف الاقتصادي.

2- آل شبيب، د. دريد كامل.2009. الاستثمار والتحليل الاستثماري. عمان: دار اليازوردي العلمية للنشر التوزيع.

3- البنك المركزي العراقي. التقرير السنوي للاستقرار المالي في العراق.2012. بغداد: المديرية العامة للإحصاء والأبحاث.

4- البنك المركزي العراقي. التقرير الاقتصادي السنوي (2010 ، 2011 ، 2012 ، 2014). بغداد: المديرية العامة للإحصاء والابحاث.

5- البنك المركزي العراقي. تقرير السياسة النقدية للبنك المركزي العراقي للأعوام (2011 ، 2012 ، 2013 ، 2014 ، 2015) . بغداد: المديرية العامة للإحصاء والابحاث – قسم الاقتصاد الكلي والسياسة النقدية.

6- البنك المركزي العراقي. النشرة الإحصائية السنوية.2005. بغداد: المديرية العامة للإحصاء والأبحاث.

7- بن قانة. د. إسماعيل محمد.2012. اقتصاد التنمية (نظريات – نماذج – استراتيجيات). عمان: دار أسامة للنشر والتوزيع.

8- التميمي، د. راشد فؤاد، ود. أسامة عزمي سلام.2004. الاستثمار بالأوراق المالية – تحليل وادارة. عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.

9- الحاج، د. طارق.2010. مبادئ التمويل. عمان: دار صفاء للنشر والتوزيع.

10- حميد، د. اسامة إبراهيم.2011. الاحتياطات الدولية لدى البنوك المركزية (التكلفة – الحجم الامثل) – مصر حالة تطبيقية. مجلة البحوث المالية، بدون عدد: 23.

11- الخطيب، د. خالد شحادة، ود. احمد زهير شامية. 2007. اسس المالية العامة. عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.

12- خلف، د. فليح حسن.2008. المالية العامة. عمان: عالم الكتب الحديثة.

13- الرفيعي، افتخار محمد مناحي.2007. السيولة العامة وفعالية السياسة النقدية في السيطرة عليها مع اشارة تطبيقية للعراق. اطروحة دكتوراه. بغداد: جامعة بغداد.

14- السويدي، سيف سعيد.2002. النقود والبنوك. جامعة قطر: كلية الادارة والاقتصاد.



15- سعيد، د. عبد السلام لفتة.2000. الائتمان المصرفي، بدون طبعة. ليبيا: اكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية.

16- العبيدي، د. سعيد علي محمد.2011. اقتصاديات المالية العامة. عمان: دار دجلة للنشر والتوزيع.

17- عبد الغني، سماح مصطفى.2010. الاثار الاقتصادية والاجتماعية المترتبة على زيادة حجم الدين العام في مصر. مصر: الإدارة العامة للبحوث المالية.

18- عبد النبي، وليد عيدي.2010. البنك المركزي العراقي وتطور دوره الرقابي والنقدي وتوجهات خطة الاستراتيجية، البنك المركزي العراقي: بغداد: المديرية العامة لمراقبة الصيرفة والائتمان.

19- عبود، د. سالم محمد، و د. احمد محمد فهمي سعيد.2014. الاستثمار وادواته في الاسواق المالية – دراسة تحليلية لواقع السوق المالي العراقي والعربي والامريكي. بغداد: دار الدكتور للعلوم الادارية والاقتصادية.

20- علي، د. عبد المنعم السيد ونزار سعد الدين.2004. النقود والمصارف والاسواق المالية. عمان: دار الحامد للنشر والتوزيع.

21- عناية، غازي حسين.2000. التضخم المالي. الاسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.

22- عوض الله، د. زينب، و د. اسامة محمد الفولي.2003. اساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي. بيروت: منشورات الحلبي الحقوقية.

23- القريشي، د. محمد صالح تركي .2010. علم اقتصاد التنمية. عمان: دار اثراء للنشر والتوزيع.

24- ناشد، د. سوزي عدلي.2008. اساسيات المالية العامة. بيروت: منشورات الحلبي الحقوقية.



